

## **ΕΚΘΕΣΗ**

(κατ' άρθρο 289 παρ. 5 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών)

του Διοικητικού Συμβουλίου της  
**“ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ  
ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” (δ.τ. “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.”)**

προς την  
**Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της**  
**(συμπεριλαμβανομένης και κάθε Επαναληπτικής ή εξ Αναβολής τοιαύτης)**

επί  
της εν Εξελίξει Διαδικασίας Συγχωνεύσεως της ΕΛΤΕΒ (ως ακολούθως ορίζεται)  
δια Απορροφήσεως της **“ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ”**

Κύριοι Μέτοχοι,

### **I. Ιστορικό**

Στις, από 30<sup>ης</sup> Αυγούστου 2007, κεχωρισμένες συνεδριάσεις των, τα Διοικητικά Συμβούλια της “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” και “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ”, ενέκριναν, μεταξύ άλλων, την (έναρξη των διαδικασιών για τη) συγχώνευση της “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” (εφεξής η “Εταιρεία” ή η “Απορροφώσα Εταιρεία”) δια απορροφήσεως της “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” (εφεξής η “Απορροφώμενη Εταιρεία” και, από κοινού μετά της Απορροφώσας Εταιρείας, οι “Συγχωνευόμενες Εταιρείες”), σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72-77 κ.ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με τα άρθρα 1-5 ν. 2166/1993, ως ισχύουν, με ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού της απορροφωμένης “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ” την 31<sup>η</sup> Αυγούστου 2007, και, παράλληλα, έκαστη των Συγχωνευομένων Εταιρειών διόρισε κεχωρισμένα τον, κατ' άρθρο 289 παρ. 5 του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών (εφεξής ο “Κανονισμός”), προβλεπόμενο ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα για τη διατύπωση γνώμης του επί των θεμάτων που εκτίθενται στην ανωτέρω διάταξη και αναλυτικώς κατωτέρω παρατίθενται.

Ακολούθως, στην από 15<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2007 συνεδρίαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Απορροφωμένης Εταιρείας, αποφασίσθηκε η έγκριση του, κατ' άρθρο 2 παρ. 1 ν. 216/1993, συνταχθέντος ισολογισμού μετασχηματισμού της τελευταίας και εντάλθηκαν τα αρμόδια όργανα για την υπογραφή και την κατά νόμο πιστοποίησή του από τους οικείους ορκωτούς ελεγκτές, συμπεριλαμβανομένων των κατ' άρθρων 3 παρ. 2 ν. 216/1993 τοιούτων.

Εν συνεχεία, στις 2 Νοεμβρίου 2007, οι ορισθείσες, δια των από 30<sup>ης</sup> Αυγούστου 2007, κεχωρισμένων αποφάσεων των Διοικητικών Συμβουλίων των Συγχωνευομένων Εταιρειών, αναγνωρισμένες ελεγκτικές εταιρείες, “Ερνστ & Γιάνγκ” (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.” (για λογαριασμό της Απορροφώσας Εταιρείας) και “KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.” (για λογαριασμό της Απορροφωμένης Εταιρείας), ενεργούσες, υπό την ιδιότητά των ως ανεξαρτήτων εμπειρογνομώνων (κατά την έννοια του άρθρου 289 παρ. 5 του Κανονισμού), παρέδωσαν στο οικείο Διοικητικό Συμβούλιο, τις, κατ' άρθρα 2 παρ. 4 ν. 2166/1993 και 289 παρ. 5 του Κανονισμού, συνταχθείσες εκθέσεις των.

Μετά ταύτα, στις, από 5<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2007, κεχωρισμένες συνεδριάσεις των, τα Διοικητικά Συμβούλια των Συγχωνευομένων Εταιρειών ενέκριναν: αφενός μεν (α) το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχωνεύσεως της Εταιρείας δια Απορροφήσεως της “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ” και εντάλθηκαν την υπογραφή του, η οποία έλαβε χώρα εντός της αυτής ημέρας, αφετέρου δε (β) τις, κατ’ άρθρο 69 παρ. 4 κ.ν. 2190/1920, συνταχθείσες Εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της οικείας Συγχωνευομένης Εταιρείας προς την αντίστοιχη Γενική Συνέλευση και προκάλεσαν την, κατά την αυτή ημεροχρονολογία, καταχώρησή των στο Μητρώο Αωνύμων Εταιρειών, παράλληλα δε (γ) αποφάσισαν την εμπρόθεσμη και προσήκουσα τήρηση των, κατ’ άρθρο 73 παρ. 1 κ.ν. 2190/1920, τιθεμένων διατυπώσεων, δημοσιεύοντας σχετική προς τούτο (ενιαία) ανακοίνωση στο υπ’ αριθμ. 17983/07.11.2007 φύλλο της ημερήσιας οικονομικής εφημερίδος “Ημερήσια”.

Το υπόψη Σχέδιο Συμβάσεως Συγχωνεύσεως, κατά τα ουσιώδη σημεία του, έχει ως εξής:

1. Οι εταιρείες “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΛΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” και “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” (από κοινού, οι “Συγχωνευόμενες Εταιρείες”) συγχωνεύονται μεταξύ των δια απορρόφησης της “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.” από την “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΛΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” δυνάμει του από 31<sup>ης</sup> Αυγούστου 2007 ισολογισμού μετασχηματισμού της; Απορροφώμενης Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72-77 κ.ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με τις διατάξεις των άρθρων 1-5 ν. 2166/1993, ως ισχύουν, στους όρους, διατυπώσεις και προϋποθέσεις των οποίων υποβάλλονται.

2. Η συγχώνευση των συμβαλλομένων στο παρόν εταιρειών διενεργείται με την ενοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού των Συγχωνευομένων Εταιρειών, ως αυτά υφίστανται κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της παρούσας συγχώνευσης δια απορρόφησης, και τα στοιχεία (ενεργητικού και παθητικού) της Απορροφώμενης Α.Ε. μεταφέρονται ως στοιχεία ισολογισμού της Απορροφώσας Α.Ε. Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας συγχώνευσης, η Απορροφώμενη Α.Ε. λύεται, δίχως να εκκαθαρίζεται, και οι μετοχές της ακυρώνονται, το δε σύνολο της περιουσίας της (ενεργητικό και παθητικό) μεταβιβάζεται στην Απορροφώσα Α.Ε., η οποία εφεξής υποκαθίσταται, λόγω οιονεί καθολικής διαδοχής, σε όλα τα δικαιώματα, απαιτήσεις και υποχρεώσεις της Απορροφώμενης Α.Ε.

Σημειώνεται ότι, ταυτόχρονα και εκ παραλλήλου μετά της περιγραφόμενης στο παρόν Σχέδιο διαδικασίας συγχώνευσης, τέθηκαν σε κίνηση οι διαδικασίες απόσχισης από την Απορροφώμενη Α.Ε., εισφοράς προς, και αναδοχής από, τη «ΜΕΤΟΧΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ- ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΡΓΩΝ» του κατασκευαστικού κλάδου της Απορροφώμενης Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 1- 5 ν. 2166/1993, ως ισχύουν, με ημερομηνία Λογιστικής Κατάστασης του εισφερόμενου κλάδου την 31<sup>η</sup> Αυγούστου 2007. Κατά συνέπεια, μεταξύ των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, που περιλαμβάνονται στον ισολογισμό μετασχηματισμού της Απορροφώμενης Α.Ε., δεν θα υφίστανται, κατά την ημερομηνία ολοκλήρωσης της απόσχισης του κλάδου, τα περιουσιακά στοιχεία που απεικονίζονται στη λογιστική κατάσταση του τελευταίου, αλλά, αντ’ αυτών, οι εξ’ αντικατάστασης εκδοθησόμενες μετοχές της αναδεχόμενης τον κλάδο «ΜΕΤΟΧΙ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ-ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΡΓΩΝ».

3. Σύμφωνα με τις προαναφερθείσες διατάξεις, το μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Α.Ε. ύψους 128.666.335,68 Ευρώ, διαιρούμενο σε 158.847.328 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές, ονομαστικής αξίας εκάστης ίσης προς 0,81 Ευρώ, κατά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, ταυτόχρονα και εκ παραλλήλου, θα αυξηθεί, αφενός μεν κατά το ποσό του εισφερόμενου

μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώμενης Α.Ε. ύψους 52.614.195,00 Ευρώ, και, αφετέρου, συνεπεία κεφαλαιοποίησης, για σκοπούς διατήρησης της κατωτέρω αναγραφόμενης σχέσης ανταλλαγής των μετοχών, τμήματος του λογαριασμού από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο της Απορροφώσας Εταιρείας, ύψους 1.030.821,71 Ευρώ, και θα ανέρχεται στο ποσό των 182.311.352,39 Ευρώ, διαιρούμενο πλέον σε 177.001.313 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες, μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ εκάστη.

4. Για τον προσδιορισμό της αξίας της Απορροφώσας Α.Ε. χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της «Άθροισης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων», βάσει γενικά παραδεκτών μεθόδων αποτίμησης, οι οποίες χρησιμοποιούνται διεθνώς. Οι μέθοδοι αποτίμησης των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν είναι: Χρηματιστηριακή Αξία, Προεξόφληση Μελλοντικών Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (DCF), Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων (DDM), Πολλαπλασιαστές Συγκρίσιμων Εταιρειών και Καθαρή Θέση. Η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε σε κάθε περίπτωση είναι η πλέον ενδεδειγμένη και εύλογη και επιλέχθηκε βάσει παραγόντων όπως η φύση του περιουσιακού στοιχείου, η ωριμότητα του, η χρονική του διάρκεια και η συμμετοχή της Εταιρείας σε αυτό. Εν συνεχεία έγινε άθροιση των επιμέρους αυτών αποτελεσμάτων για τον προσδιορισμό της τελικής αξίας της Απορροφώσας Α.Ε. Αντίστοιχη μεθοδολογία εφαρμόστηκε για τον προσδιορισμό της αξίας της Απορροφώμενης Α.Ε. Κατ' εφαρμογή των ανωτέρω μεθόδων αποτίμησης η σχέση αξιών μεταξύ Απορροφώσας Α.Ε. και Απορροφώμενης Α.Ε. προσδιορίστηκε σε 8,75:1.

Μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης και την, υπό παράγρ. 3 του παρόντος, συνολική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Απορροφώσας Α.Ε., η σχέση συμμετοχής των μετόχων των Συγχωνευομένων Εταιριών στο εκ της συγχώνευσης διαμορφούμενο νέο μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Α.Ε. θα είναι: 89,7436% (μέτοχοι της Απορροφώσας Εταιρείας) και 10,2564% (μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε.). Τοιούτοτρόπως, στο νέο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της Απορροφώσας Α.Ε., ύψους 182.311.352,39 Ευρώ, διαιρούμενο σε 177.001.313 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές, θα αντιστοιχούν στους μετόχους, της μεν Απορροφώσας Α.Ε. 158.847.328, της δε Απορροφώμενης Α.Ε. 18.153.985, κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές, νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ εκάστη.

5. Ως δίκαιη και εύλογη σχέση ανταλλαγής των μετοχών της Απορροφώμενης Α.Ε. προς τις μετοχές της Απορροφώσας Α.Ε. κρίνεται, κατ' εφαρμογή των ανωτέρω, η ακόλουθη αριθμητική σχέση:

I. Για τους Μετόχους της Απορροφώμενης Α.Ε.:

Μετοχές της Απορροφώμενης Α.Ε. που κατέχουν έναντι Μετοχών της Απορροφώσας Α.Ε. που δικαιούνται: 2,318574 προς 1 ή άλλως 1 προς 0,43129958, ήτοι οι μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε. θα ανταλλάσσουν 1 κοινή, ονομαστική, μετά ψήφου, άυλη μετοχή της Απορροφώμενης Α.Ε., ονομαστικής αξίας 1,25 Ευρώ εκάστη, προς 0,43129958 κοινές, ονομαστικές, μετά ψήφου, άυλες μετοχές της Απορροφώσας Α.Ε., νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ.

II. Για τους Μετόχους της Απορροφώσας Α.Ε.:

Οι μέτοχοι της Απορροφώσας Α.Ε. θα διακρατήσουν τον αυτό, ως και προ της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, αριθμό μετοχών της, νέας όμως ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ εκάστη.

6. Για τυχόν προκείμενα κλασματικά υπόλοιπα δεν θα εκδοθούν τίτλοι, αλλά θα τακτοποιηθούν δυνάμει σχετικής απόφασης της οικείας Γενικής Συνέλευσης, κατ' εφαρμογή της κείμενης νομοθεσίας.
7. Η πίστωση των λογαριασμών άυλων τίτλων των μετόχων της Απορροφώμενης Α.Ε. με τις μετοχές της Απορροφώσας Α.Ε. θα διενεργηθεί, εντός των νομίμων προθεσμιών, βάσει σχετικού μητρώου κατανομής και σύμφωνα με διατυπώσεις που τα αρμόδια όργανα θα ορίσουν.
8. Από την επομένη ημέρα της κατάρτισης του ισολογισμού μετασηματισμού της Απορροφώμενης Α.Ε., ήτοι από τις 1<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου 2007 και μέχρι την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, οι πράξεις και συναλλαγές της Απορροφώμενης Α.Ε. θεωρούνται, από λογιστικής άποψης, ότι διενεργούνται για λογαριασμό της Απορροφώσας Α.Ε., στα βιβλία της οποίας τα σχετικά ποσά θα μεταφερθούν με συγκεντρωτική εγγραφή από και δια της καταχώρησης της εγκριτικής απόφασης περί συγχώνευσης στο οικείο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών.
9. Από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης, οι μέτοχοι της Απορροφώμενης Α.Ε. θα έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διανομή κερδών της Απορροφώσας Α.Ε. της χρήσης 2007 και εντεύθεν.
10. Δεν υπάρχουν μέτοχοι, που έχουν ειδικά δικαιώματα στην Απορροφώμενη Α.Ε., ούτε κάτοχοι άλλων τίτλων πλην μετοχών.
11. Ιδιαίτερα πλεονεκτήματα για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τους τακτικούς ελεγκτές των Συγχωνευομένων Εταιρειών δεν προβλέπονται από τα Καταστατικά αυτών ή από αποφάσεις των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων τους, ούτε παρέχονται δια ή συνεπεία της παρούσας συγχώνευσης.

*Οι συμβαλλόμενες στο παρόν εταιρείες, νομίμως εκπροσωπούμενες, συμφώνησαν τους όρους του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης, οι οποίοι τελούν υπό την αίρεση λήψης των, κατά την κειμένη νομοθεσία, οριζόμενων αδειών, εγκρίσεων, και την τήρηση λοιπών διατυπώσεων.'*

Τέλος, στις 6 Νοεμβρίου 2007, το, κατά τα ανωτέρω, εγκεκριμένο και υπογεγραμμένο Σχέδιο Σύμβασης Συγχώνευσης υποβλήθηκε από εκάστη Συγχωνευόμενη Εταιρεία στις, κατ' άρθρο 69 παρ. 3 κ.ν. 2190/1920, οριζόμενες διατυπώσεις δημοσιότητας, ήτοι καταχωρήθηκε στο οικείο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών εκάστης Συγχωνευομένης Εταιρείας και οι σχετικές ανακοινώσεις δημοσιεύθηκαν ως ακολούθως: (α) η ανακοίνωση υπ' αριθμ. πρωτ. Ε204286/06.11.2007 της Διεύθυνσης Α.Ε. και Πίστεως του Υπ. Αναπτύξεως σχετικά με την καταχώρηση των στοιχείων της Απορροφώσας Εταιρείας δημοσιεύθηκε στο φύλλο της 6<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2007 του Τεύχους Α.Ε. και Ε.Π.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως, και (β) η ανακοίνωση υπ' αριθμ. πρωτ. Ε204512 της Διεύθυνσης Α.Ε. και Πίστεως του Υπ. Αναπτύξεως σχετικά με την καταχώρηση των στοιχείων της Απορροφώμενης Εταιρείας δημοσιεύθηκε στο φύλλο της 6<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2007 του Τεύχους Α.Ε. και Ε.Π.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως.

Άπαντα τα ανωτέρω δημοσιοποιήθηκαν προσηκόντως σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις, περιλαμβανομένης της αποστολής σχετικής ανακοινώσεως και της αναρτήσεώς αυτής, μετά του περιεχομένου της, στον οικείο διαδικτυακό τόπο.

Ήδη, το Διοικητικό Συμβούλιο της Απορροφώσας Εταιρείας, εις εκτέλεση της υπό άρθρο 289 παρ. 5 του Κανονισμού υποχρεώσεώς του, υποβάλλει προς υμάς την παρούσα Έκθεση, η οποία περιλαμβάνει τα ακόλουθα στοιχεία και πληροφορίες, ήτοι:

- (α) Συνοπτική παράθεση των μεθόδων αποτιμήσεως, των παραδοχών που ελήφθησαν υπόψη, των τυχόν δυσχερειών που εμφανίσθηκαν κατά την αποτίμηση και του τρόπου δυνάμει του οποίου προσδιορίστηκε η σχέση ανταλλαγής των μετοχών, ως και κάθε άλλο στοιχείο που τυχόν προβλέπεται από ειδικές διατάξεις,
- (β) Δήλωση του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευομένων εταιρειών, ως προς το αν οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατάλληλες για τη συγκεκριμένη περίπτωση, και
- (γ) Γνώμη του εμπειρογνώμονα που διενήργησε τις αποτιμήσεις των συγχωνευομένων εταιρειών ως προς το αν η σχέση ανταλλαγής που προέκυψε από τις αποτιμήσεις είναι εύλογη και δίκαιη.

## **II. Έκθεση Ανεξάρτητου Εμπειρογνώμονα**

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Απορροφώσας Εταιρείας επισημαίνει προς τους κ.κ. μετόχους ότι στην, από 2<sup>ας</sup> Νοεμβρίου 2007, συνταχθείσα και υπόψη του Διοικητικού Συμβουλίου τεθείσα επιστολή-έκθεση της ανεξάρτητης (κατά την έννοια του άρθρου 289 παρ. 5 του Κανονισμού) εταιρείας ορκωτών ελεγκτών-λογιστών “Ερνστ & Γιάνγκ (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.”, ενεργούσας δια του ορκωτού ελεγκτή λογιστή κ. Ιωάννη Μυστακίδη, αναφέρεται ότι:

*‘Με βάση την από 20/04/2007 επιστολή ανάθεσης της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. για την παροχή συμβουλευτικών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών από την Ernst & Young (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε. (εφεξής «E&Y»), αναλάβαμε την εκπόνηση μελέτης συγκριτικής αποτίμησης της αγοραίας αξίας (“market value”) της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. καθώς και επισκόπηση της αντίστοιχης αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (διενεργηθείσας από την «KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.»), με σκοπό την παροχή γνωμοδότησης (fairness opinion) επί του δίκαιου, εύλογου και λογικού εύρους της σχέσης ανταλλαγής μετοχών των εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε., στα πλαίσια των σχεδιαζόμενων εταιρικών μετασχηματισμών μεταξύ τους (και με ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού την 31/08/2007). Η έκθεση γίνεται για τους σκοπούς του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στα πλαίσια της συγχώνευσης δι’ απορρόφησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε., σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 68 παρ. 2, 69-70 και 72 - 77 του Κ.Ν. 2190/1920 και του Ν. 2166/93.*

*Η παρούσα έκθεση περιλαμβάνει τις πληροφορίες και τα στοιχεία στα οποία βασιστήκαμε για την εκπόνηση της εργασίας μας, τις μεθοδολογίες αποτίμησης που εφαρμόσαμε, τα συμπεράσματα μας αναφορικά με το εύρος αξιών των εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. και ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. και τους περιορισμούς της εργασίας μας.*

### **Η Συναλλαγή**

*Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. (εφεξής «ΕΛΤΕΒ»), από κοινού με την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (εφεξής «ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ») (και από κοινού εφεξής «Εταιρείες»), αποφάσισε να προωθήσει τις διαδικασίες συγχώνευσης δια απορροφήσεως από την ΕΛΤΕΒ του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Ο ισολογισμός μετασχηματισμού του ανωτέρω εταιρικού μετασχηματισμού συντάχθηκε με ημερομηνία 31 Αυγούστου 2007. Σημειώνεται ότι η απόφαση αυτή έρχεται να αντικαταστήσει προγενέστερη απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των Εταιρειών της 12/02/2007, για την απορρόφηση από την ΕΛΤΕΒ*

πλειοψηφικού μέρους των κατασκευαστικών δραστηριοτήτων, ορισμένων εκ των εταιρικών συμμετοχών και ορισμένων εκ των περιουσιακών στοιχείων της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ.

Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής ορίστηκε σε 1 κοινή, εισηγμένη, μετά ψήφου, μετοχή της ΕΛΤΕΒ, νέας ονομαστικής αξίας 1,03 Ευρώ εκάστη προς 2,318574 κοινές, εισηγμένες, μετά ψήφου, μετοχές της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, ονομαστικής αξίας 1,25 Ευρώ, η οποία αποτελεί επακριβώς τη σχέση ανταλλαγής μετοχών, ως όπως αυτή είχε προτέρως ανακοινωθεί στα πλαίσια διάσπασης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ και υπολαμβάνει ως σχέση αξιών της ΕΛΤΕΒ προς την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ την αριθμητική αναλογία 8,75:1.

Σημειώνεται ότι ως Ημερομηνία Αποτίμησης θα ληφθεί η ημερομηνία Ισολογισμού Μετασχηματισμού, ήτοι η 31/08/2007.

### **Περιορισμοί Εργασίας**

Η συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών υπόκειται στους περιορισμούς εργασίας που αναπτύσσονται παρακάτω:

- Οι οικονομικές και επιχειρηματικές πληροφορίες, τα στοιχεία, οι υποθέσεις και παραδοχές και οι προβλέψεις που παρασχέθηκαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών σχετικά με την πορεία αυτών, ιστορικά και στο μέλλον, θεωρήσαμε ότι είναι σωστές και πλήρεις και δεν προβήκαμε σε ανεξάρτητη επαλήθευση, διερεύνηση, έλεγχο ή επιβεβαίωση αυτών, ούτε εκδώσαμε οποιοδήποτε σχετικό πιστοποιητικό. Για την εγκυρότητα των οικονομικών και άλλων στοιχείων των Εταιρειών που τέθηκαν υπόψη μας, την πλήρη ευθύνη φέρουν οι Διοικήσεις των Εταιρειών.
- Δεν εγγυόμαστε για την ακρίβεια των χρησιμοποιηθέντων στοιχείων καθώς και τις γνώμες, ενδείξεις, πληροφορίες ή στοιχεία που μας παρασχέθηκαν από τρίτους και χρησιμοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση της εργασίας μας. Παρά το γεγονός ότι έχουμε λάβει διαβεβαιώσεις από τις Εταιρείες, ότι οι χρησιμοποιηθείσες πληροφορίες δεν περιλαμβάνουν λανθασμένα ή ψευδή στοιχεία αναφορικά με ουσιώδη θέματα ούτε παραλείπουν να παρουσιάσουν κάποια σημαντικά γεγονότα, τα οποία θα μπορούσαν να καταστήσουν τις πληροφορίες που περιέχουν παραπλανητικές, δεν δίνουμε διαβεβαιώσεις ή εγγυήσεις αναφορικά με την ορθότητα ή την περιεκτικότητα ή την πληρότητα των πληροφοριών που μας δόθηκαν.
- Για την εργασία αυτή και σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στην επιστολή ανάθεσής μας, στηριχθήκαμε σε αποτίμηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, την οποία διενήργησε η εταιρεία «KPMG Κυριάκου Ορκωτοί Ελεγκτές Α.Ε.» (εφεξής «KPMG»), με ημερομηνία 31/08/2007, για τους σκοπούς της συγχώνευσης ΕΛΤΕΒ-ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Η Ε&Υ προέβη σε επισκόπηση (review) της εν λόγω αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ, εργασία η οποία περιελάμβανε την εξέταση και συμφωνία με την KPMG επί των κατωτέρω: την επιλογή των κατάλληλων μεθόδων αποτίμησης, την ορθή χρήση και εφαρμογή αυτών, καθώς και τη λογικότητα των βασικών υποθέσεων, παραδοχών και των αποτελεσμάτων που χρησιμοποιήθηκαν ή προέκυψαν κατά περίπτωση στην εκτίμηση της αγοραίας αξίας της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ.
- Με τη σύμφωνη γνώμη των Διοικήσεων των Εταιρειών βασιστήκαμε όσον αφορά την αποτίμηση ορισμένων πάγιων περιουσιακών στοιχείων, σε σχετική εργασία και έκθεση που εκπονήθηκε από τρίτους εκτιμητές, οι οποίοι και επελέγησαν από τις Διοικήσεις των Εταιρειών.
- Δεν προβήκαμε σε μελέτη αγορών, ανταγωνισμού ή τεχνολογίας και δεν εξετάσαμε τεχνικά, εργατικά, περιβαλλοντικά, νομικά, φορολογικά και άλλα παρεμφερή θέματα.

- Η εργασία μας δεν περιλαμβάνει καμία εγγύηση για την επίτευξη των προβλέψεων ή των παραδοχών εργασίας στις οποίες αυτή βασίστηκε, ούτε διαβεβαιώνει ότι έλαβε υπόψη σημαντικά γεγονότα που ίσως προέκυπταν από εκτενέστερες διαδικασίες ελέγχου. Σημειώνεται, ότι ενδέχεται να προκύψουν διαφορές μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων στο μέλλον, εξαιτίας απρόβλεπτων και αστάθμητων παραγόντων, οι οποίες διαφορές μπορεί να είναι σημαντικές.
- Τα συμπεράσματα μας δεν είναι δυνατόν να συνεκτιμήσουν άλλους, μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως τα αποτελέσματα ελεύθερων διαπραγματεύσεων ή άλλους «στρατηγικής» φύσεως λόγους, οι οποίοι σε περιπτώσεις εξαγοράς κάποιας εταιρείας ενδεχομένως να οδηγούσαν σε αποτίμηση εκτός του εύρους αξιών που παρατίθεται στην παρούσα.
- Θεωρούμε ότι όλα τα προνόμια των Εταιρειών που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία τους και την επίτευξη των οικονομικών προβλέψεών τους (πχ. άδειες λειτουργίας από νομοθετικές ή διοικητικές αρχές και οργανισμούς) και πάνω στα οποία βασίζεται η αξία που έχουμε υπολογίσει σ' αυτή την εργασία, έχουν ήδη αποκτηθεί και υπάρχει δυνατότητα ανανέωσής τους.
- Υποθέσαμε ότι οι Εταιρείες λειτουργούν σύμφωνα με το ισχύον νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο στις χώρες που δραστηριοποιούνται, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά. Σύμφωνα με τις διαβεβαιώσεις που έχουμε λάβει, δεν υπάρχουν εκκρεμή νομικά θέματα, αμφισβητήσεις ή άλλα ζητήματα που να εμπλέκουν τις Εταιρείες και να έχουν ουσιαστική επίπτωση επί της διενεργηθείσας συγκριτικής αποτίμησης.
- Η συγκριτική αποτίμηση διενεργήθηκε με βάση Διεθνή Πρότυπα Αποτίμησης (International Valuation Standards) και η συγκριτική αποτίμηση βασίστηκε στον προσδιορισμό της αγοραίας αξίας (market value).
- Υποθέσαμε ότι οι Εταιρείες διοικούνται ικανοποιητικά και υπεύθυνα σύμφωνα με τις πρόπουσες επιχειρηματικές αρχές. Επίσης, ότι οι Εταιρείες θα συνεχίσουν κανονικά την δραστηριότητά τους αυτοτελώς (on a stand-alone basis). Αυτή η παραδοχή προϋποθέτει α) ότι οι σημερινές Διοικήσεις των Εταιρειών θα παραμείνουν και θα εφαρμόσουν εκείνες τις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές στρατηγικές, οι οποίες θα μεγιστοποιήσουν την αξία των Εταιρειών και β) ότι δεν υπάρχει αβεβαιότητα για μελλοντικά γεγονότα (όπως π.χ. συνεχείς λειτουργικές ζημιές, ιδιαίτερα αδύναμη χρηματοοικονομική διάρθρωση, ισχυροποίηση ανταγωνισμού, διακοπή κάποιας άδειας απαραίτητης για τη λειτουργία των Εταιρειών κλπ.), τα οποία θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν την βασική παραδοχή ότι οι Εταιρείες θα συνεχίσουν κανονικά τη λειτουργία τους (going concern).
- Οι αποτιμήσεις εταιρειών δύναται να διαφέρουν μεταξύ διαφορετικών εκτιμητών, ακόμα και αν αυτοί ελάμβαναν υπόψη τα ίδια στοιχεία, καθότι ενέχουν το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Θεωρούμε ότι το εύρος αξιών στο οποίο έχουμε καταλήξει στην παρούσα έκθεση είναι δίκαιο και λογικό, τεκμηριώνεται δε από τα στοιχεία που ετέθησαν στη διάθεσή μας.
- Για τους σκοπούς της παρούσας, στηριχθήκαμε σε αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων, τις οποίες θεωρούμε μεν αξιόπιστες, για τα στοιχεία των οποίων όμως δεν μπορούμε να εγγυηθούμε.
- Όλα τα δεδομένα, οι υποθέσεις, εκτιμήσεις, και κρίσεις που περιέχονται στην παρούσα έχουν συζητηθεί με την ΕΛΤΕΒ και έχουν συμφωνηθεί μαζί της.

Επιπρόσθετα η ΕΛΤΕΒ έχει βεβαιώσει, με την παροχή επιστολής (Representation Letter) προς την E&Y, ότι δεν υπάρχουν σε γνώση της άλλα σημαντικά για την αποτίμηση στοιχεία, τα οποία να μην μας έχει γνωστοποιήσει.

- Η εργασία αυτή συντάχθηκε μόνο για τον σκοπό που περιγράφεται στην παρούσα έκθεση και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για κανέναν άλλο σκοπό. Η E&Y δεν φέρει καμία ευθύνη απέναντι σε τρίτους εκτός της ΕΛΤΕΒ, η οποία είναι και ο κύριος του παραδοτέου αυτής της εργασίας.
- Δεν φέρουμε καμία ευθύνη για τυχόν αλλαγές στις συνθήκες αγοράς και δεν έχουμε καμία υποχρέωση αναθεώρησης αυτής της εργασίας βάσει των νέων συνθηκών, οι οποίες ενδεχομένως θα ανακύψουν μετά την παράδοση της.

### **Βασικές Παραδοχές Αποτίμησης και Πηγές Πληροφόρησης**

Για την εκτέλεση του εργασίας η E&Y βασίστηκε στα παρακάτω:

1. Ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις της ΕΛΤΕΒ σε ενοποιημένο επίπεδο για την οικονομική χρήση που έληξε 31/12/2006,
2. Επιχειρησιακό σχέδιο για τον κατασκευαστικό κλάδο της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο 2007-2011, το οποίο παρασχέθηκε από τη Διοίκηση της και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών του κατασκευαστικού κλάδου,
3. Επιχειρησιακά σχέδια και προβλέψεις οικονομικών στοιχείων για τις εταιρείες ΒΕΑΛ Α.Ε., Αποτεφρωτήρας, ΗΛΕΚΤΩΡ, Herhoff Recycling Center Osnabruck καθώς και για τα αιολικά πάρκα της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο λειτουργίας τους, το οποίο παρασχέθηκε από τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών των προαναφερθέντων εταιρειών,
4. Προβλεπόμενα μερίσματα που εκρέουν από τις συμμετοχές στα παρακάτω έργα παραχώρησης: α) Αττική Όδος, β) Γέφυρα Ρίο – Αντίριο, γ) Υποθαλάσσια Αρτηρία Θεσσαλονίκης, δ) Αυτοκινητόδρομος Κόρινθος – Τρίπολη – Καλαμάτα και Κλάδος Λεύκτρο – Σπάρτη, ε) Αυτοκινητόδρομος Μαλιακός – Κλειδί, στ) Αυτοκινητόδρομος Ελευσίνα – Κόρινθος – Πάτρα – Πύργος – Τσακώνα, ζ) Αθηναϊκοί Σταθμοί Αυτοκινήτων, η) Smyrni Park και η) Μαρίνα Σύρου. Παράλληλα στοιχεία που αφορούν το δευτερογενή δανεισμό των προαναφερθέντων έργων παραχώρησης,
5. Επιχειρησιακό σχέδιο για την Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας, που καλύπτει την περίοδο 2007-2013 και αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες της ΕΛΤΕΒ σχετικά με την εξέλιξη των εργασιών της Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας, καθώς και εκτιμήσεις της ΕΛΤΕΒ για τον προϋπολογισμό της χρήσης 2007 σχετικά με τη συμμετοχή στο Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας,
6. Στοιχεία και πληροφόρηση που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ και αφορούν τον καθαρό δανεισμό και τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κατά την 31/08/2007 για τις συγγενείς και θυγατρικές εταιρείες της ΕΛΤΕΒ,
7. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής ακινήτων της ΕΛΤΕΒ: α) ακίνητο στο Μαρούσι (οδός Ακακίων και Μονεμβασιάς) β) ακίνητο επί της οδού Φιλελλήνων στο Χαλάνδρι και γ) ακίνητο επί της οδού Α. Ριανκουρ στην Αθήνα. Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν το Μάιο του 2007 από την εταιρεία «Praxis Κτηματομεσιτική»,
8. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής παγίων στοιχείων: α) γηπεδικές εκτάσεις στο Μαρούσι, ιδιοκτησίας της συγγενούς εταιρείας της ΕΛΤΕΒ «ΠΕΙΡΑ» και της



θυγατρικής της «Δηλαβέρης» β) ακίνητο επί της Λ. Θηβών στη Νίκαια, ιδιοκτησία της «Δηλαβέρης» και γ) γηπεδικές εκτάσεις στη Μεταμόρφωση, ιδιοκτησία της «Δηλαβέρης». Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν το Μάιο του 2007 από την εταιρεία «American Appraisal»,

9. Εκτιμήσεις της αξίας των εξής παγίων στοιχείων: α) οικόπεδα στην περιοχή της Κάντζας, ιδιοκτησία της «Κάντζα Αναπτυξιακή» και β) αγροτεμάχια στην περιοχή της Γυαλούς στα Σπάτα Αττικής, ιδιοκτησίας της «Γυαλού Αναπτυξιακή Α.Ε.». Οι εκτιμήσεις αυτές διενεργήθηκαν από την εταιρεία «Lambert Smith Hampton»,
10. Ιστορικά και προβλεπόμενα στοιχεία που συλλέξαμε από συζητήσεις μας με τη Διοίκηση της ΕΛΤΕΒ σχετικά με την προηγούμενη, παρούσα και μελλοντική λειτουργία της ΕΛΤΕΒ για την περίοδο 2007-2011 και τις προοπτικές ανάπτυξής της,
11. Εργασία αποτίμησης της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ που διενεργήθηκε από την KPMG για τους σκοπούς της γνωμοδότησης επί της σχέσης ανταλλαγής των μετοχών των Εταιρειών, την οποία και επισκόπησε η E&Y,
12. Δημοσιευμένες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό, και
13. Στοιχεία από αναγνωρισμένες βάσεις δεδομένων (Bloomberg, One Source, Factiva κλπ.) αναφορικά με στοιχεία που αφορούν συγκρίσιμες εταιρείες, τιμές μετοχών, προβλεπόμενα οικονομικά στοιχεία εταιρειών (consensus), ιστορικά οικονομικά στοιχεία εταιρειών, κλπ.

### **Μεθοδολογία**

Για τη συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών εφαρμόστηκαν οι κυριότερες κάτωθι αναφερόμενες μεθοδολογίες αποτίμησης, τα αποτελέσματα των οποίων συνδυάστηκαν μέσω της μεθόδου της «Άθροισης των Επιμέρους Περιουσιακών Στοιχείων» - “Sum of Parts”. Οι μέθοδοι που υιοθετήθηκαν είναι κατά τη γνώμη μας κατάλληλες για τη συγκριτική αποτίμηση των Εταιρειών, χρησιμοποιούνται ευρέως και είναι διεθνώς αναγνωρισμένες.

### Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών (“DCF”)

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών χρηματοροών ή της Καθαρής Παρούσας Αξίας των Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow analysis ή ‘DCF’) βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας επένδυσης / εταιρείας είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, δηλαδή των μετρητών που θα στοιχίσει η επένδυση και αυτών που θα αποφέρει στον επενδυτή, προεξοφλημένη με ένα επιτόκιο που ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη αγορά και τη συγκεκριμένη επένδυση.

Η μέθοδος αυτή αποτελεί τον πλέον δόκιμο τρόπο εκτίμησης μιας επένδυσης ή εταιρείας, εφ’ όσον υπάρχουν εύλογες παραδοχές όσο αφορά τα εξής :

1. τις μελλοντικές ταμειακές ροές,
2. την υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία είναι η τελευταία ταμειακή ροή που θα προκύψει,
3. την εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Συγκεκριμένα, η αποτίμηση έχει γίνει βάσει της παραλλαγής της Προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flows). Στην περίπτωση της

μεθόδου *Discounted Free Cash Flows*, η ελεύθερη ταμειακή ροή για το κάθε έτος προεξοφλείται χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*), λαμβάνοντας υπόψη το λόγο δανεισμού προς ίδια κεφάλαια. Το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας της μας δίνει την Καθαρή Παρούσα Αξία της εταιρείας. Από το άθροισμα των ταμειακών ροών αφαιρείται το ύψος του δανεισμού της εταιρείας και προστίθεται το ύψος των διαθεσίμων την στιγμή αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών της εταιρείας (*Equity Value*).

#### Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών (Stock Market Quotation Analysis)

Για εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, η εκτίμηση της αξίας τους μπορεί να ληφθεί απ' ευθείας και ανά πάσα στιγμή από την αγορά. Παράγοντες που επηρεάζουν την ποιότητα και ακρίβεια των στοιχείων εκτίμησης μιας μετοχής είναι η υψηλή ρευστότητα, ο μεγάλος αριθμός αγοραστών/ πωλητών, η διαφάνεια, η επαρκής πληροφόρηση, το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, η εποπτεία κλπ.

Για την καλύτερη εφαρμογή της μεθόδου, η αξία μιας μετοχής μπορεί να υπολογιστεί με βάση την πιο πρόσφατη τιμή κλεισίματος, σε συνδυασμό με μέσες τιμές κλεισίματος για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα (π.χ. μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο), ή σε συνδυασμό με σταθμισμένες βάσει όγκου μέσες τιμές κλεισίματος για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα, τα οποία λαμβάνονται κατά την κρίση του διενεργούντος την αποτίμηση αφού ληφθούν υπόψη τυχόν ειδικοί παράγοντες όπως π.χ. έκτακτα γεγονότα σχετιζόμενα με την εταιρεία, την αγορά της, τη χώρα κλπ. Οι αξίες που προκύπτουν από την εφαρμογή της μεθόδου της Ανάλυσης Χρηματιστηριακών Τιμών δύναται να αναπροσαρμοσθούν για την κατοχή ή μη πλειοψηφικού μεριδίου στην εκάστοτε συμμετοχή.

#### Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount Model – “DDM”)

Με τη μέθοδο αυτή προσδιορίζεται η αξία της υπό εξέταση εταιρείας προεξοφλώντας τα μερίσματα που εκρέουν προς τους μετόχους της εταιρείας. Ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιείται είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (*Cost of Equity*), που υπολογίζεται συνήθως με βάση το υπόδειγμα *Capital Asset Pricing Model - CAPM*.

#### Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών (Market Multiples)

Η προσέγγιση αυτή στην αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στην συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών.

Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή την μέθοδο αποτίμησης είναι η επιλογή ενός δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο με την υπό εξέταση εταιρεία και παρουσιάζουν ομοιότητες ως προς τα χαρακτηριστικά λειτουργίας και την ανάπτυξη.

Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί και χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών, όπως *Χρηματιστηριακή Αξία προς Κέρδη (Price to Earnings)*, *Χρηματιστηριακή Αξία προς Ίδια Κεφάλαια (Price to Book Value)*, *Χρηματιστηριακή Αξία προς Κύκλο Εργασιών (Price to Sales)*, κ.α.

#### Συγκρίσιμες Συναλλαγές (Comparable Transactions)

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών υπολογίζει την αξία της υπό εξέταση εταιρείας συγκρίνοντας την με το τίμημα που καταβλήθηκε για παρόμοιες εταιρείες στα πλαίσια συναλλαγών που έλαβαν χώρα στο πρόσφατο παρελθόν.

Το πιο κρίσιμο στοιχείο της αποτίμησης είναι η επιλογή κατάλληλου δείγματος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων κατά τις οποίες η εταιρεία-στόχος παρουσιάζει ομοιότητες με την υπό εξέταση εταιρεία. Για το λόγο αυτό η χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου θα εξαρτηθεί από το εάν υπάρχουν διαθέσιμες αξιόπιστες πληροφορίες για την συγκρότηση ενός ικανού δείγματος συγκρίσιμων συναλλαγών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

### **Ειδικά Θέματα Αποτίμησης**

Κατά τη διάρκεια της εργασίας μας δεν αντιμετωπίσαμε κάποιες ιδιαίτερες δυσκολίες, θα θέλαμε όμως να σημειώσουμε ακολούθως ορισμένα από τα χαρακτηριστικά των αποτιμωμένων Εταιρειών:

- Πολυσχιδείς όμιλοι με ποικίλες δραστηριότητες σε Ελλάδα και εξωτερικό.
- Ύπαρξη παραχωρήσεων (concessions), με συμβόλαια που επεκτείνονται σε μεγάλο βάθος χρόνου (20 και πλέον έτη).
- Σχετική αβεβαιότητα μελλοντικών εσόδων κατασκευαστικού κλάδου.

### **Συγκριτική Αποτίμηση**

Λόγω της πολυσχιδούς δραστηριότητας των Εταιρειών, κάθε επιμέρους εταιρεία / κλάδος / δραστηριότητα αποτιμάται με διαφορετική μεθοδολογία και εν συνεχεία οι προκύπτουσες αξίες αθροίζονται ώστε να προκύψει η τελική αξία της κάθε εταιρείας, βάση της οποίας υπολογίζεται εν συνεχεία η σχέση ανταλλαγής μετοχών. Σε κάθε περίπτωση, η μεθοδολογία που εφαρμόστηκε είναι η πλέον ενδεδειγμένη και εύλογη και επιλέχθηκε βάσει παραγόντων όπως η φύση της δραστηριότητας που ασκείται από τις Εταιρείες, η ωριμότητα της δραστηριότητας και η χρονική της διάρκεια.

### **ΕΛΤΕΒ**

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη μεθοδολογία αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων που απαρτίζουν τον όμιλο της ΕΛΤΕΒ.

	<b>Μεθοδολογία Αποτίμησης</b>			
<b>Κλάδος Παραχωρήσεων</b>				
Αττική Οδός και Αττικές Διαδρομές	Προεξόφληση	Μελλοντικών	Μερισμάτων	-
Γέφυρα Ρίο –Αντίριο	Προεξόφληση	Μελλοντικών	Μερισμάτων	-
Υποθαλάσσια Αρτηρία Θεσσαλονίκης	Προεξόφληση	Μελλοντικών	Μερισμάτων	-
Αυτοκινητόδρομος Κόρινθος – Τρίπολη – Καλαμάτα	Προεξόφληση	Μελλοντικών	Μερισμάτων	-
Αυτοκινητόδρομος Μαλιακός – Κλειδί	Προεξόφληση	Μελλοντικών	Μερισμάτων	-

Αυτοκινητόδρομος Ελευσίνα – Κόρινθος – Πάτρα – Πύργος – Τσακώνα	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισιμάτων - DDM
Αθηναϊκοί Σταθμοί Αυτοκινήτων	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισιμάτων - DDM
Smyrni Park	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισιμάτων - DDM
Μαρίνα Σύρου	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισιμάτων - DDM
ΣΕΑ	Αποτίμηση με βάση Αξία Συναλλαγής
ACR	Λογιστική Αξία
Α.Ε. Παραχώρησης Υπογείων Σταθμών Αυτοκινήτων	Λογιστική Αξία
<b>Κλάδος Ενέργειας και Περιβάλλοντος</b>	
Αιολικά Πάρκα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF και προσέγγιση Αγοράς
BEAL	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Μονάδα Βιοαερίου Θεσσαλονίκης	Αποτίμηση με βάση το δείκτη Αξία ανά MW
ΗΛΕΚΤΩΡ	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Herhoff Recycling Center Osnabruck	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Αποτεφρωτήρας	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Ελληνική Ενέργεια & Ανάπτυξη	Λογιστική Αξία
Ελληνική Ενέργεια & Ανάπτυξη Αναανεώσιμες	Λογιστική Αξία
ΔΕΗ Αναανεώσιμες – Ελληνική Τεχνοδομική	Λογιστική Αξία
<b>Κατασκευαστικός Κλάδος</b>	
Κατασκευαστική Δραστηριότητα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
<b>Κλάδος Real Estate</b>	
REDS A.E.	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών
Μη λειτουργικά ακίνητα	Αποτίμηση Ανεξάρτητων Εκτιμητικών Οίκων και πληροφόρηση Διοίκησης ΕΛΤΕΒ
<b>Λοιπές Συμμετοχές</b>	
Ελληνικό Καζίνο Πάρνηθας	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών – DCF
European Goldfields	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών
Ελληνικός Χρυσός	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών και Άθροισμα Μερών
Λοιπές Συμμετοχές	Λογιστική Αξία

Οι Λοιπές Συμμετοχές αφορούν τις εταιρείες Ελληνικά Λατομεία, Ελληνικοί Λιγνίτες, Εταιρεία Αερίου Προαστίων, E-Construction, Διεθνής Άλκη και Αστερίων.

#### ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

Η αποτίμηση της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ βασίστηκε στην εργασία αποτίμησης που εκπόνησε η εταιρεία KPMG και την οποία επισκοπήσαμε. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη μεθοδολογία αποτίμησης που χρησιμοποιήθηκε για τον προσδιορισμό της αξίας των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων που απαρτίζουν την ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ. Επισημαίνεται ότι το σύνολο των εταιρειών / κλάδων / δραστηριοτήτων της

ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ αποτιμήθηκε με τη μέθοδο *Sum of Parts* και με τη χρήση των μεθοδολογιών Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών, Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών και Συγκρίσιμες Συναλλαγές.

	Μεθοδολογία Αποτίμησης
Κατασκευαστικός Κλάδος	
Κατασκευαστική Δραστηριότητα	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
Λοιπές Δραστηριότητες	
Αττική Οδός Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Αττικές Διαδρομές	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Όμιλος Μορέας	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Γέφυρα Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Παντεχνική Α.Ε. – ΑΡΧΙΤΕΧ ΑΤΕ Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Σταθμοί Παντεχνική Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων - DDM
Π. & Π. Στάθμευση Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
ΒΙΟΣΑΡ Ενεργειακή Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
ΕΦΑ Έργα & Εφαρμογές Φυσικού Αερίου Τεχνική & Εμπορική Α.Ε.	Αποτίμηση με βάση Αξία Συναλλαγής
Ecogenesis Perivalodiki Α.Ε.	Λογιστική Αξία
Αποτεφρωτήρας Α.Ε.	Προεξόφληση Μελλοντικών Χρηματοροών - DCF
PROMAS Α.Ε. Σύμβουλοι Διαχείρισης Έργων	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών
Φραγκάκης Α. Ναυτιλιακή Α.Ε.	Προσαρμοσμένη Καθαρή Θέση (Adjusted N.A.V.)
Ακίνητα ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	Αποτίμηση Ανεξάρτητου Εκτιμητικού Οίκου
Σύνολο Δραστηριοτήτων ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	Δείκτες Κεφαλαιαγοράς Συγκρίσιμων Εταιρειών
	Συγκρίσιμες Συναλλαγές
	Ανάλυση Χρηματιστηριακών Τιμών

#### Συμπεράσματα - Σχέση Αξιών και Ανταλλαγής Μετοχών

Με βάση την προηγηθείσα ανάλυση, συμπεραίνεται ότι το δίκαιο, εύλογο και λογικό εύρος της σχέσης αξιών της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ κυμαίνεται μεταξύ:

Εύρος Σχέσης Αξιών ΕΛΤΕΒ –ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	
Από	Έως
7,65:1	9,43:1

ενώ το δίκαιο, εύλογο και λογικό εύρος της σχέσης ανταλλαγής μετοχών της ΕΛΤΕΒ και της ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ κυμαίνεται μεταξύ:

Εύρος Σχέσης Ανταλλαγής Μετοχών ΕΛΤΕΒ -ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	
Από	Έως
1:2,03	1:2,50

### III. Εισήγηση

Ενόψει των ανωτέρω και λαμβανομένου υπόψη ότι:

- (α) Η αποτίμηση των Συγχωνευομένων Εταιρειών διενεργήθηκε σύμφωνα με τις γενικώς κρατούσες περί συγχωνεύσεως δια απορροφήσεως επιστημονικές μεθόδους, δοκίμως εφαρμοσθείσες στον παρόντα μετασχηματισμό,
- (β) Η προτεινόμενη σχέση ανταλλαγής των μετοχών είναι εύλογη, δίκαιη και λογική, ως άλλωστε επιβεβαιούται δια της από 2<sup>ας</sup> Νοεμβρίου 2007 έκθεσης της αναγνωρισμένης εταιρείας ορκωτών ελεγκτών-λογιστών “Ernst & Young (Ελλάς) Ορκωτοί Ελεγκτές Λογιστές Α.Ε.”,
- (γ) Τα συμφέροντα των μετόχων των Συγχωνευομένων Εταιρειών διασφαλίζονται πλήρως κατά τα ανωτέρω,
- (δ) Από τον προτεινόμενο μετασχηματισμό εκτιμάται ότι θα προκύψουν οφέλη για τους μετόχους των Συγχωνευόμενων Εταιρειών, και
- (ε) Οι απαιτούμενες για την ολοκλήρωση του μετασχηματισμού αποφάσεις των αρμοδίων οργάνων, καθώς και η κατάρτιση του Σχεδίου Σύμβασης Συγχώνευσης δια Απορρόφησης, διενεργήθησαν σύμφωνα με τις, κατά περίπτωση, εφαρμοστέες διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 και του ν. 2166/1993, ως ισχύουν,

Το Διοικητικό Συμβούλιο εισηγείται και προτείνει στους κ.κ. Μετόχους όπως εγκρίνουν το Σχέδιο Συμβάσεως Συγχωνεύσεως της “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ” δια Απορροφήσεως της “ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ”, συμπεριλαμβανομένης κάθε άλλης ενέργειας, δήλωσης ή δικαιοπραξίας που απαιτείται για το σκοπό αυτό.

Αθήνα, 16 Νοεμβρίου 2007

Το Διοικητικό Συμβούλιο της  
της “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ  
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ”